

Analyse Belfius Research

13 novembre 2013

Les banques centrales peuvent-elles prévenir un krach obligataire ?

En Belgique et dans la zone euro, l'indicateur de confiance des entreprises et des consommateurs repart à la hausse depuis le printemps. L'économie réelle sort de l'ornière.

La production industrielle augmente. L'occupation des capacités est en voie d'amélioration. Les dépenses de consommation reprennent. La balance du commerce extérieur est dans le vert. Le produit intérieur brut a atteint un tournant. Il semble que 2013 se clôturera en positif, ce qui devrait constituer une base solide pour le développement de la reprise en 2014.

Si l'on veut éviter qu'il ne s'agisse que d'un simple sursaut, il faut contourner sept pièges :

- il faut maintenir à niveau la dynamique des pays émergents, ce qui est loin d'être évident si les taux d'intérêt venaient à s'emballer ;
- il faut pouvoir maintenir une relative stabilité des prix des matières premières pour juguler l'inflation et ainsi pouvoir maintenir une politique d'assouplissement monétaire ;
- les économies budgétaires exigent des efforts assidus, désormais échelonnés sur plusieurs années, mais la donne dépend beaucoup de la conjonction réduction de dépenses et augmentation des recettes ;
- la dette publique, en passe d'atteindre les 100% du P.I.B. dans la zone euro, est impossible à réduire de manière draconienne à moyen terme, mais il faut mettre un terme à sa progression par un regain de croissance et le maintien de la rigueur budgétaire ;
- les banques centrales doivent planifier soigneusement leur sortie de l'injection de liquidités si l'on veut éviter une flambée des taux en réaction à la crainte d'une éventuelle pénurie ;
- il faut adopter rapidement les propositions relatives au mécanisme et aux fonds de résolution de l'Union bancaire européenne pour dissoudre le lien implicite entre l'État et les banques ;
- il faut freiner la hausse du chômage par un pacte social européen qui ne s'attelle pas seulement à la lutte contre le chômage des jeunes.

Pour les banques centrales, le choix est cornélien. De la fin mai à la fin septembre, l'annonce d'un éventuel démantèlement de l'octroi de liquidités par la Réserve fédérale aux États-Unis avait manifestement fait grimper le taux à 10 ans de 1,8 % à 3,2 %. Le taux d'intérêt à long terme européen avait été emporté dans son sillage, passant de 1,4 à 2,3 %.

Spontanément, on ne peut s'empêcher de se rappeler le krach obligataire de 1994.

Il y a quelques similitudes troublantes :

- l'infléchissement de la politique de la Réserve fédérale ;
- l'affaiblissement du billet vert ;
- le différentiel de taux important des OLO par rapport aux Bunds un an auparavant ;
- le différentiel des OLO à 10 ans oscille aux alentours de 80 points de base.

Il y a aussi des différences marquantes :

- la croissance économique nettement inférieure, ainsi qu'une tendance différente (à la baisse en 1994, à la hausse à l'heure actuelle) ;
- l'inflation, nettement inférieure en 2013 ;
- le taux d'intérêt à court terme très bas et la faible probabilité de le voir repartir rapidement à la hausse ;
- la courbe des taux, plus abrupte en 2013 qu'en 1994, où elle présentait un profil plus aplati.

On n'a pas encore décidé de fermer le robinet des liquidités. Ces attermoissements se sont traduits par un recul sensible du taux d'intérêt à long terme, bien que la tendance haussière sous-jacente se soit maintenue.

Pour la BCE, le remboursement massif des LTRO sur 3 ans (soit déjà 45% du total) par les banques constitue un défi de taille. Il est à espérer que beaucoup de banques seront moins tentées de recourir aux liquidités de la BCE. Cependant, celles qui en dépendent encore pourraient accuser du retard dans leur processus de restructuration. La récente baisse du taux de base à 0,25% par la BCE offre des perspectives.

Normalement, la tendance à la hausse du taux d'intérêt à long terme va se poursuivre si l'économie continue à reprendre des couleurs. Le taux d'intérêt à court terme restera très bas, surtout jusqu'à la fin 2014, car un relèvement du taux de base de la BCE est très improbable.

En outre, force est de constater que l'euro fait montre d'une belle vigueur en atteignant la parité de 1,38 USD à la fin octobre, contre encore 1,20 EUR à la mi-2012.

Parmi les facteurs favorables, citons :

- la déclaration de la BCE de sauver la zone euro, advenue que pourra ;
- l'avènement de l'union budgétaire (semestre européen, Two & Six Pack) ;
- l'accalmie relative dans les pays à problèmes ;
- les propositions de mise en place d'une union bancaire ;
- les propositions en faveur d'une harmonisation de la politique économique ;
- la reprise économique naissante ;
- les problèmes de budget et de dette aux États-Unis ;
- le refinancement rapide des dettes publiques grâce au taux bas ;
- le rapprochement franco-allemand.

Cependant, le chemin reste semé d'embûches :

- la hausse du chômage et l'absence d'une réponse européenne au phénomène ;
- le creusement des inégalités sociales, corollaire des dévaluations internes ;
- la crainte d'une résurgence de la crise de la dette ;
- l'absence d'une véritable stratégie de croissance européenne ;
- la vulnérabilité du secteur bancaire ;
- les menaces pour la compétitivité dans le commerce mondial.

Quoi qu'il en soit, l'euro doit être en mesure de se maintenir entre 1,30 et 1,35 USD au cours des trimestres à venir.

Research

Frank Lierman

frank.lierman@belfius.be

+ 32 2 222 19 75

Contacts presse

press@belfius.be

+ 32 2 222 02 50

